

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Pengertian dan Teori Dividen.

PSAK no.23 merumuskan dividen sebagai distribusi laba kepada pemegang investasi ekuitas sesuai dengan proporsi mereka dari jenis modal tertentu. Dividen adalah keuntungan yang diberikan oleh perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Pada umumnya dividen dibagikan setelah adanya persetujuan pemegang saham dan dilakukan setahun sekali.

Ada tiga teori dividen, yaitu :

1. *Dividend Irrelevance Theory: Merton Miller dan Franco Modigliani.*

Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan; yaitu, dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau *cost of capital*-nya. Nilai perusahaan ditentukan oleh laba yang diharapkan dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain bahwa nilai perusahaan hanya tergantung pada kebijakan investasi asetnya bukan pada bagaimana pembagian laba menjadi dividen dan laba ditahan. Maka berdasarkan MM, tidak ada kebijakan dividen optimal artinya satu kebijakan dividen akan sama baiknya dengan kebijakan yang lain. Sebagai contoh bahwa *shareholder* dapat menciptakan kebijakan dividennya sendiri adalah; jika sebuah perusahaan tidak membayar dividen sedangkan *shareholder* ingin mendapatkan dividen sebesar 10% maka mereka dapat menjual 10% sahamnya, kebalikannya jika perusahaan membayar

dividen lebih tinggi daripada yang diharapkan investor maka investor dapat menggunakan dividen yang tidak diinginkan untuk membeli saham tambahan.

2. *Bird-in-the-Hand Theory: Gordon dan Lintner.*

Gordon dan Lintner tidak sependapat dengan MM, mereka berpendapat bahwa dividen risikonya lebih kecil dari *capital gain*, sehingga sebuah perusahaan harus memasang *Dividend Payout Ratio* yang tinggi dan menawarkan *Dividend Yield* yang tinggi untuk memaksimalkan harga saham. Mereka berpendapat bahwa investor lebih menyukai dividen, dan semakin tinggi dividen yang dibayarkan oleh perusahaan maka akan semakin tinggi juga harga saham perusahaan dan semakin rendah biaya ekuitasnya. Dengan kata lain investor menilai dividen lebih tinggi daripada *capital gain* karena komponen *dividend yield*, $D1/P_0$ risikonya lebih kecil daripada g dalam persamaan *total expected return*, $K_s = D1/P_0 + g$. MM menyebutkan hal ini sebagai kegagalan teori *bird-in-the-hand*.

3. *Tax Preference Theory: Litzenberger dan Ramaswamy.*

Posisi ketiga adalah bahwa investor lebih memilih laba ditahan daripada dividen karena situasi pajak dari *capital gain*. Jika teori ini benar maka kenaikan *dividend payout ratio* akan menyebabkan harga saham turun dan biaya ekuitasnya naik.

Dalam prakteknya ditemukan fenomena *dividend smoothing*, dimana perusahaan cenderung memberikan pembayaran dividen dalam jumlah yang

relatif stabil atau meningkat secara teratur. Kebijakan tersebut disebabkan oleh asumsi sebagai berikut :

- Investor melihat kenaikan dividen sebagai satu tanda baik bahwa perusahaan memiliki prospek cerah, demikian sebaliknya.
- Investor lebih menyukai dividen yang tidak berfluktuasi atau stabil.

Dengan membayarkan dividen secara stabil, maka *Dividend Payout Ratio* yang ditetapkan tidak selalu sama, tergantung dari besar laba bersih perusahaan. Apabila laba bersih yang diperoleh relatif besar, maka *Dividend Payout Ratio* relatif kecil, demikian pula sebaliknya. Sehubungan dengan kecenderungan perusahaan membagikan dividen secara stabil, maka dividen dinilai kurang dapat mencerminkan kinerja perusahaan yang sesungguhnya. Oleh karena itu digunakan *Dividend Payout Ratio*, karena rasio ini menghubungkan dividen dengan kinerja perusahaan yang digambarkan oleh laba bersih.

Dividen merupakan distribusi laba perusahaan kepada investor. Dalam mendistribusikan dividen, atau dengan kata lain membayarkan dividen, perusahaan memiliki beberapa opsi. Jones (2004) mengemukakan, "*Dividends is cash payment declared and paid quarterly by corporation to stockholders*". Farid dan Indriantoro (1988), mengemukakan hal pembayaran dividen dapat dilakukan dalam bentuk dividen tunai (*cash dividend*), dividen dalam bentuk aktiva lain (*property dividend*), dividen dalam bentuk surat utang (*notes*), atau dividen dalam bentuk saham (*stock dividend*).

2.2. Kebijakan Pembagian Dividen

Kebijakan dividen yang diambil perusahaan ada bermacam-macam. Keputusan kebijakan dividen adalah keputusan yang menyangkut bagaimana cara dan dalam bentuk apa dividen dibayarkan kepada pemegang saham. Ada beberapa pola pembayaran dividen yang dapat dipilih sebagai alternatif kebijakan dividen perusahaan, yaitu:

1. *Stable and Occasionally Dividend Per Share*

Kebijakan ini menetapkan dividen per saham yang stabil, selama tidak ada peningkatan yang permanen dalam *earning power* dan kemampuan membayar dividen, jika ada keyakinan bahwa tingkat yang lebih tinggi tersebut dapat dipertahankan.

2. *Stable Dividend Per Share*

Dasar pemikirannya adalah pasar mungkin akan menilai suatu saham lebih tinggi, bila dividen berfluktuasi. Perusahaan yang memilih cara ini akan membayar dividen dalam jumlah yang tetap dari tahun ke tahun.

3. *Stable Payout Ratio*

Dalam pola pembayaran dividen ini, jumlah dividen dihitung berdasarkan suatu persentase tetap dari laba (*earning*). Bila laba berfluktuasi, maka jumlah dividen yang dibayarkan juga akan ikut berfluktuasi.

4. *Regular Dividend plus Extras*

Dalam cara ini dividen reguler ditetapkan dalam jumlah yang diyakini manajemen akan mampu mempertahankannya di masa datang tanpa menghiraukan fluktuasi laba dan kebutuhan investasi modal. Bila tambahan

kas tersedia, perusahaan memberikan dividen bonus kepada pemegang saham. Pola ini mengakui bahwa dividen mempunyai kandungan informasi, sehingga dengan pemberian dividen bonus dapat menarik minat pemodal yang akhirnya akan meningkatkan harga saham.

5. *Fluctuating Dividend and Pay Out Ratio*

Dalam pola pembayaran ini, besarnya dividen dan *pay out ratio* disesuaikan dengan perubahan laba dan kebutuhan investasi modal perusahaan untuk setiap periode. Oleh karena itu besarnya dividen dan *payout ratio* yang dibayarkan berfluktuasi mengikuti fluktuasi laba dan kebutuhan investasi.

Perusahaan memilih salah satu bentuk pembayaran dividen dengan mempertimbangkan berbagai faktor, di antaranya:

1. Ada perjanjian (hutang) yang mensyaratkan menahan sebagian atau seluruh laba.

Pada umumnya, perjanjian hutang antara perusahaan dengan kreditor membatasi pembayaran dividen. Sebagai contoh, dividen hanya akan dibagikan jika kewajiban/hutang telah dipenuhi oleh perusahaan atau dimana rasio keuangan menunjukkan perusahaan dalam kondisi sehat.

2. Kebutuhan dana bagi perusahaan.

Perusahaan tidak hanya mempunyai kewajiban untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham semata-mata, perusahaan juga mempunyai kewajiban untuk melunasi hutangnya. Jadi, dalam menentukan kebijakan dividen, perusahaan mempertimbangkan terlebih dahulu laba bersih yang

diprioritaskan untuk membayar hutang, kemudian berapa bagian yang akan didistribusikan kepada pemegang saham sebagai dividen.

3. Likuiditas perusahaan.

Dividen merupakan *cash out flow*, maka semakin kuat posisi likuiditas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

4. Sifat pemegang saham.

Berkaitan dengan teori "*Clientele Effect*", yang menyebutkan bahwa pemegang saham yang berbeda memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen yang diambil perusahaan. Pemegang saham yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai Dividend Payout Ratio yang tinggi, sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang bila perusahaan menahan sebagian dari laba bersih perusahaan.

5. Stabilitas dividen.

6. Target tertentu mengenai *Dividend Payout Ratio*.

Bursa Efek Jakarta (BEJ) menetapkan beberapa ketentuan tentang pembagian saham bonus, dividen tunai maupun dividen saham kepada perusahaan, yaitu:

1. Menyampaikan hasil Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang memuat keterangan mengenai pembagian saham, termasuk hasil rapat direksi yang menyangkut pembagian dividen kepada bursa, dalam jangka waktu selambat-lambatnya dua hari bursa setelah RUPS diselenggarakan.

2. Pengumuman di BEJ selambat-lambatnya dua hari bursa setelah pemberitahuan sebagaimana dimaksud diatas diterima oleh bursa.
3. Periode *Cum bonus / dividend* sekurang-kurangnya sepuluh hari bursa sejak diumumkan.
4. Batas akhir tanggal pencantuman dalam daftar pemegang saham (*recording date*) ditetapkan tujuh hari bursa terhitung sejak dimulainya periode *ex-bonus / dividend*.
5. Pelaksanaan pembagian bonus / dividen dilakukan selambat-lambatnya 30 (tiga puluh) hari kalender sejak batas akhir tanggal pencantuman dalam daftar pemegang saham ditetapkan. Dalam hal hari kalender ke 30 tersebut jatuh pada hari libur, maka pelaksanaan pembagian bonus / dividen tersebut dilakukan pada hari kerja terakhir sebelum hari libur tersebut.

2.3. Pengembangan Hipotesis dan Penelitian Terdahulu

2.3.1. *Return on Equity* berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Return on Equity merupakan salah satu rasio profitabilitas. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. *Return on Equity* membandingkan laba bersih (*net income*) dengan *shareholder's equity*, menunjukkan besarnya laba yang tersedia bagi pemegang saham. *Return on Equity* digunakan karena dinilai dapat menggambarkan persentase keuntungan perusahaan terhadap ekuitas yang ditanamkan oleh investor.

Berbagai penelitian sebelumnya kebanyakan mengukur profitabilitas dengan menggunakan *Return on Asset* (ROA) atau *Return on Investment* (ROI).

Ukuran profitabilitas dengan rasio ROA atau ROI lebih tepat digunakan untuk mengukur profitabilitas yang dikaitkan dengan penggunaan aset atau investasi yang ditanamkan oleh perusahaan. Brigham dan Gapenski (1996) serta Jones (2004), menggunakan *Return on Equity* untuk menunjukkan pertumbuhan dividen dan *earnings* perusahaan, demikian pula pada penilaian resiko bisnis. Cleary, Aivazian dan Booth (1999) menyatakan :

“Key financial ratios are the return on equity as a measure of profitability, the debt ratio and the interest coverage ratio as measures of credit worthiness and the current ratio as a measure of liquidity.”

Penelitian terdahulu banyak yang mencermati hubungan antara laba dengan dividen. Penelitian Eugene Fama dan Babiak (1968) yang menyatakan *“Net income seems to provide a better measure of dividend”*, memberikan dasar bagi berbagai penelitian mengenai pengaruh laba dengan dividen. Cleary (1999) mengemukakan *“Firms with high growth options have lower dividend yields, while those with high current return on equity tend to have higher dividend yields”*. Nickolaos Travlos, Lenos Trigeorgis, dan Nikos Vafeas (2001) dalam *“Shareholder Wealth and Dividend Policy”*, Multinational Finance Journal memperkuat hasil penelitian Cleary (1999) dengan menggunakan sampel dari negara-negara berkembang. Fiduciary Forum (2003), *authored by Fama and French*, menemukan bukti statistik, *“The propensity to pay dividends is positively associated with firm size and profitability and negatively associated with asset growth and investment opportunities”*.

Standard & Poor's (2003) menemukan bahwa dari sampel yang diambil di Amerika Serikat maupun di negara-negara berkembang memberikan indikasi

perusahaan dengan *high current earnings* memiliki tingkat pembagian dividen yang tinggi.

Berbagai penelitian terdahulu menggambarkan hubungan yang kuat antara *Return on Equity* dengan dividen, dan perusahaan dengan *Return on Equity* tinggi cenderung mempunyai *Dividend Payout Ratio* yang tinggi, kecenderungan tersebut semakin nampak pada perusahaan dengan peningkatan *Return on Equity*. Berdasarkan uraian di atas, diajukan hipotesis alternatif sebagai berikut :

Ha₁ : *Return on Equity* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

2.3.2. *Cash Ratio* berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Cash Ratio merupakan rasio antara aset-aset paling likuid dibandingkan dengan hutang lancar. Likuiditas perusahaan yang digambarkan oleh *Cash Ratio* menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai kegiatan operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya, termasuk untuk membiayai pembagian dividen tunai. Oleh sebab itu, perusahaan yang memiliki likuiditas baik memiliki kemampuan yang baik dalam melakukan pembagian dividen, karena dalam kondisi normal, perusahaan membagikan dividen dalam bentuk dividen tunai. Penelitian Suharli (2004) mengemukakan pengaruh likuiditas perusahaan terhadap kebijakan pembagian dividen, dalam penelitiannya didapatkan kesimpulan semakin tinggi likuiditas yang tercermin dari *Current Ratio*, maka tingkat pembayaran dividen semakin besar. Penelitian ini berusaha menggunakan rasio likuiditas yang lain, yaitu *Cash Ratio* dengan asumsi *Cash*

Ratio lebih menggambarkan likuiditas perusahaan karena membandingkan aset-aset yang paling likuid dari perusahaan dengan kewajiban jangka pendeknya.

Penelitian awal mengenai pengaruh likuiditas perusahaan terhadap kebijakan pembagian dividen dikemukakan oleh Jensen (1968) dalam "*Free Cash Flow Hypothesis*",

"Managers with substantial free cash flow will invest it at below the cost of capital or waste it on organizational inefficiencies rather than distribute it to shareholders. On the other hand, these managers could change their investment policies and increase dividends, thus paying out current cash that would otherwise be invested in low return projects or wasted."

Nickolaos Travlos, Lenos Trigeorgis, dan Nikos Vafeas (2001) dalam "*Shareholder Wealth and Dividend Policy*", mengemukakan hal yang sama berkaitan dengan kas dan dividen, manajemen dengan likuiditas yang tinggi rentan terhadap penyalahgunaan dana, dan pasar saham mengharapkan peningkatan dividen guna mengurangi resiko penyalahgunaan tersebut.

Berdasarkan uraian di atas, diajukan hipotesis alternatif sebagai berikut :

Ha₂ : *Cash Ratio* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

2.3.3. *Debt-Equity Ratio* berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Debt Equity Ratio merupakan salah satu rasio *leverage* yang digunakan untuk mengukur seberapa besar perusahaan dibelanjai dengan hutang. Selain itu *Debt Equity Ratio* juga digunakan oleh kreditur untuk menghitung persentase total dana yang disediakan oleh kreditur. *Debt Equity Ratio* merupakan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas yang menunjukkan kemampuan ekuitas perusahaan untuk melunasi hutang-hutangnya. Semakin kecil nilai *Debt-Equity*

Ratio merupakan pertanda positif perusahaan semakin mampu menjamin hutangnya. *Debt Equity Ratio* pada prinsipnya digunakan untuk menganalisis kemampuan perusahaan dalam membayar hutang-hutang jangka panjangnya. Investor dan kreditor lebih senang pada rasio hutang yang rendah daripada rasio hutang tinggi (Brigham and Gephenski, 1998:459-461). Para kreditor lebih menyukai rasio utang yang rendah, karena dalam keadaan demikian tersedia dana penyangga yang besar bagi kreditor apabila perusahaan mengalami kebangkrutan. Selain itu kreditor menggunakan analisis *Debt Equity Ratio* karena dapat digunakan untuk melihat kinerja perusahaan yang akan diberi kredit.

Dalam kaitannya dengan *Dividend Payout Ratio*, ada kecenderungan manajemen perusahaan dengan *Debt Equity Ratio* yang tinggi memiliki *Dividend Payout Ratio* yang rendah, karena manajemen bermaksud mengurangi ketergantungan pada hutang. Suharli dan Oktorina (2004) mengutip Rozeff (1982) menyatakan bahwa perusahaan yang leverage operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah. Pernyataannya sesuai dengan pandangan bahwa perusahaan yang berisiko akan membayar dividennya rendah, dengan maksud untuk mengurangi ketergantungan akan pendanaan secara eksternal. Struktur permodalan perusahaan akan membandingkan antara permodalan dari kreditor dan pemegang saham. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh hutang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen.

Lintner (1956) dalam penelitiannya mengenai kebijakan dividen di Amerika Serikat yang di replikasi oleh Cleary, Aivazian dan Booth (1999) menemukan perusahaan dengan *Dividend Payout Ratio* tinggi merupakan “*low debt firms*”. Cleary (1999) secara lebih khusus menyatakan, “*Debt and dividends are substitutes, high debt firms tend to have low dividend yields*”. Penelitian Lintner (1956) dan Cleary (1999) diperkuat oleh Brigham (2002) yang menyatakan :

“As firms have higher sales levels, lower operating risks, and a lower leverage burden, firms also have higher dividend payout ratios and dividend yield, despite having higher price/earnings ratios”.

Berdasarkan uraian di atas, diajukan hipotesis alternatif sebagai berikut :

Ha₃ : *Debt-Equity Ratio* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*.